

Van belangenpluralisme naar een dominanter wordend aandeelhouders- belang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies

A. van der Krans en J.B.J. van der Kolk*

1 Inleiding

In het onderhavige artikel wordt een antwoord gegeven op de vraag wat het effect is van de ontwikkeling in het Nederlandse vennootschapsland die inhoudt dat het aandeelhoudersbelang dominantier wordt ten opzichte van andere in het vennootschappelijk belang verdisconteerde belangen op de inzetbaarheid van beschermingsconstructies. De gebeurtenissen rond Stork aan het eind van 2006 en het begin van 2007 vormen aanleiding voor de keuze van het onderwerp van het onderhavige artikel waarin de Storkzaak in feite vanuit een breder, juridisch en economisch perspectief, wordt benaderd.

Teneinde voormelde vraag te kunnen beantwoorden, komt allereerst de verschuiving van belangenpluralisme naar een dominantier aandeelhoudersbelang aan de orde. Invulling wordt gegeven aan het begrip belangenpluralisme en de argumenten voor en tegen het belangenpluralisme komen aan bod. Vervolgens staat het dominantier wordende aandeelhoudersbelang in het Nederlandse rechtsbestel centraal. De factoren die ertoe hebben bijgedragen dat het aandeelhoudersbelang ten opzichte van andere in het vennootschappelijk belang verdisconteerde belangen als dominant kan worden bestempeld, worden kort uiteengezet. Ook dit deel wordt afgesloten met een uiteenzetting van argumenten voor en tegen, nu uiteraard betrekking hebbende op het dominantier wordende aandeelhoudersbelang. 'De aandeelhouder van tegenwoordig' wordt vervolgens nader belicht en er wordt ingegaan op het aandeelhoudersactivisme. Tot slot staan beschermingsconstructies en de wisselwerking tussen het dominantier wordende aandeelhoudersbelang en beschermingsconstructies centraal. Onderzocht wordt wat het effect van beschermingsconstructies is op de aandeelhouderswaarde. Twee hypothesen blijken in dit kader om de voorrang te strijden: de *management entrenchment*-hypothese en de *stockholder interest*-

* Mr. A. van der Krans LL.M. is als universitair docent/onderzoeker verbonden aan de Universiteit Utrecht. Mr. J.B.J. van der Kolk is afgestudeerd aan de Universiteit Utrecht en is momenteel als paralegal werkzaam bij Stibbe in New York.

hypothese. Aan de hand van voornoemde hypothesen wordt een antwoord gegeven op de hoofdvraag naar de invloed van het dominanter wordende aandeelhoudersbelang op de inzetbaarheid van beschermingsconstructies.

2 Van belangenpluralisme naar een dominanter wordend aandeelhoudersbelang

2.1 Inleiding

In het Nederlandse vennootschapsland is sinds enkele jaren een verschuiving van zeggenschap waarneembaar die inhoudt dat de positie van het bestuur bij onvriendelijke overnamepogingen (en dus ook die van verschillende ‘*stakeholders*’) aan belang aan het inboeten is, ten gunste van de aandeelhouders.¹ Deze verschuiving van zeggenschap wordt ook wel ‘van belangenpluralisme naar een dominanter aandeelhoudersbelang’ genoemd.

2.2 Belangenpluralisme

Bestuurders en commissarissen hebben geen vrijbrief om te handelen naar eigen goeddunken.² Bij de vervulling van hun taak dienen bestuurders en commissarissen zich te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming; het zogeheten vennootschappelijk belang. De norm om het vennootschappelijk belang te behartigen wordt ook wel het belangenpluralisme, Rijnlandmodel of ‘*stakeholdersmodel*’ genoemd. Voor de commissarissen is het uitgangspunt om het vennootschappelijk belang te dienen wettelijk bepaald (zie art. 2:140 lid 2 BW).³ Voor het bestuur is dat opmerkelijk genoeg niet wettelijk vastgelegd.⁴ Echter, algemeen wordt aangenomen dat het bestuur bij de uitoefening van de besturende taak gebonden is aan hetzelfde vennootschappelijke belang

1 M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, ‘Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden’, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 211.

2 M.H.C. Sinninghe Damsté, ‘De strijd om Stork’, *V&O* 2006, p. 202.

3 Krachtens de memorie van toelichting bij art. 2:140 lid 2 BW dient de toevoeging ‘het belang van de onderneming (...) teneinde geen voet te geven aan de gedachte dat de commissarissen slechts het belang van de aandeelhouders als groep behartigen, zonder acht te slaan op dat der werknemers.’ Zie Kamerstukken II 1969/1970, 10 751, nr. 3, p. 12.

4 Wel bepaalt de Code Tabaksblat dat het bestuur zich bij de vervulling van zijn taak dient te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en dient het bestuur daartoe de in aanmerking komende belangen van bij de vennootschap betrokkenen af te wegen. Zie Commissie Corporate Governance: ‘De Nederlandse corporate governance code (Code Tabaksblat)’, 9 december 2003, principe II.1.

als de commissarissen bij de uitoefening van de toezichthoudende/adviseerende taak.⁵

Het vennootschappelijk belang is 'de resultante van afweging van belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken' (de 'resultante-benadering').⁶ Krachtens de Code Tabaksblat behoren hiertoe de werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, maar ook de overheid en maatschappelijke groeperingen.⁷ Kortom, in het vennootschappelijk belang zijn de belangen van de verschillende participanten in de vennootschap, de 'stakeholders', verdisconteerd. Als gevolg van deze benadering vervullen bestuurders en commissarissen 'een rol als evenwichtskunstenaar', waarin zij voortdurend (wellicht conflicterende) belangen tegen elkaar af dienen te wegen binnen de randvoorwaarde van het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.⁸

Als argumenten voor het belangenpluralisme kunnen naar voren worden gebracht dat (i) belangenpluralisme logischerwijs het voordeel biedt dat uitdrukkelijk een optimale behartiging wordt beoogd van een grote verscheidenheid aan deelbelangen⁹ en (ii) dat belangenpluralisme tevens het voordeel biedt dat (potentiële) *stakeholders* eerder een belang in een vennootschap zullen nemen, indien het belang van deze *stakeholders* wordt behartigd door deze vennootschap.¹⁰

Als argumenten tegen het belangenpluralisme kunnen naar voren worden gebracht (i) dat het bestuur en de raad van commissarissen bij het beharti-

- 5 M.H.C. Sinninghe Damsté, 'De strijd om Stork', V&O 2006, p. 202. Zie tevens P. van Schilf-gaarde, 'Van de NV en de BV', Deventer: Kluwer 2006, 14^e dr., p. 12, W.J. Slagter, 'Compendium Ondernemingsrecht', Kluwer 2005, 8^{ste} dr., p. 11 (e.v.), J.B. Huizink, 'Groene Serie Privaatrecht (Rechtspersonen)', Artikelsgewijs commentaar bij art. 2:129 BW, aantek. 3: Normstelling, M.M. Mendel, 'Het vennootschappelijk belang mede in concernverband beschouwd', Deventer: Kluwer 1989, p. 7, C. Asser & J.M.M. Maeijer, 'Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht (Vertegenwoordiging en Rechtspersoon)', Deventer: Tjeenk Willink 2000, 2^e dr., p. 385 en Kamerstukken II 1997/98, 25 732, nr. 3, MvT bij de invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over de zeggenschap in de naamloze vennootschap, p. 2.
- 6 Zie E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, 'Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap', Zwolle: Tjeenk Willink 1984, nr. 231.
- 7 Commissie Corporate Governance, 'De Nederlandse corporate governance code (Code Tabaksblat)', 9 december 2003, preambule nr. 3.
- 8 SER-advies, 'De winst van waarden', 15 december 2000 (00/11), p. 16.
- 9 SER-advies, 'De winst van waarden', 15 december 2000 (00/11), p. 13. Dit advies bevat een uitgebreid pleidooi voor het belangenpluralisme.
- 10 E. Sternberg, 'The stakeholder concept: a mistaken doctrine', Foundation for Business Res-ponsibilities' (UK), Issue Paper No. 4, November 1999, p. 7 raadpleegbaar via <<http://papers.ssrn.com/abstract=263144>>.

gen van het vennootschappelijk belang niet in staat zijn een weloverwogen keuze te maken tussen de verschillende (competitieve en veelal conflicterende) belangen¹¹ en (ii) dat daardoor het belangenpluralisme het behartigen van eigen belang door bestuurders en commissarissen in de hand werkt.¹²

2.3 Dominanter aandeelhoudersbelang

In de afgelopen jaren is er in het Nederlandse rechtsbestel een tendens waarneembaar geweest die inhoudt dat het aandeelhoudersbelang ten opzichte van andere in het vennootschappelijk belang verdisconteerde belangen als dominant wordt beschouwd. De macht van aandeelhouders is vergroot door uitbreiding van de bevoegdheden die hen ten deel vallen. De juridische factoren die tot deze tendens hebben bijgedragen zijn:

- (i) de Code Tabaksblat, die op 1 januari 2004 in werking is getreden en ten doel heeft de macht van aandeelhouders te versterken teneinde het systeem van *'checks and balances'* binnen beursgenoteerde ondernemingen te verbeteren;¹³
- (ii) nieuwe wetgeving, waaronder art. 2:107a BW (goedkeuringsrecht AVA), art. 2:114a BW (agenderingsrecht aandeelhouders) en art. 2:118a BW (volmacht certificaathouders);
- (iii) de RNA-beschikking van de Hoge Raad, waarin een maatstaf voor de goorloofdheid van beschermingsconstructies is opgenomen;¹⁴
- (iv) de EG-Richtlijn betreffende het openbaar overnamebod, waarvan in het bijzonder de artikelen 9 en 11 een (facultatieve) uitbreiding van de bevoegdheid van de aandeelhouders teweegbrengt;¹⁵
- (v) de Wet tot uitvoering van de richtlijn betreffende het openbaar overnamebod, die door inwerkingtreding op 28 oktober 2007 een (faculta-

11 Sternberg, a.w., p. 18-19; M.C. Jensen, 'Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function', Working Paper No. 01-01, Harvard Business School, October 2001, p. 13; E. Sternberg, 'The defects of stakeholder theory, Corporate Governance, An International Review', 5.1, January 1997, p. 4-5.

12 E. Sternberg, a.w., p. 5 en p. 21-22; G. Vinten, 'Shareholder versus stakeholder – is there a governance dilemma?', Corporate Governance, An International Review, 9.1, January 2001, p. 37.

13 Commissie Corporate Governance, a.w., Verantwoording van het werk van de commissie sub Achtergrond en doel commissie, p. 38.

14 HR 18 april 2003, NJ 2003, 286 (RNA). Slechts beschermingsmaatregelen die binnen de door de Hoge Raad in dit arrest geformuleerde criteria vallen, hoeven de aandeelhouders tegen zich te dulden. Het vorenstaande heeft mijns inziens tot gevolg dat de positie van aandeelhouders wordt versterkt ten opzichte van het bestuur.

15 Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

tieve) uitbreiding van de bevoegdheid van aandeelhouders teweegbrengt door invoering art. 2:359b BW.¹⁶

Als argumenten voor een dominanter wordend aandeelhoudersbelang kunnen naar voren worden gebracht (i) dat bestuur en raad van commissarissen zich voor een makkelijker taak gesteld zien bij het afwegen van de verschillende in het vennootschappelijk belang verdisconteerde deelbelangen, aangezien het erkennen van een dominanter belang ertoe leidt dat keuzes tussen de deelbelangen gemakkelijker kunnen worden gemaakt,¹⁷ en (ii) dat (eventuele) competitieve nadelen ten opzichte van (buitenlandse) vennootschappen die aandeelhouders als superieure belanghebbenden beschouwen, worden weggenomen, althans worden verminderd.¹⁸

Als argumenten tegen een dominanter wordend aandeelhoudersbelang kunnen naar voren worden gebracht (i) dat het dominanter worden van het aandeelhoudersbelang ten koste gaat van andere in het vennootschappelijk belang 'gewaarborgde' belangen, (ii) dat (potentiële) *stakeholders* van de vennootschap, die geen potentiële aandeelhouders zijn, minder snel een belang in een vennootschap nemen (daar de vennootschap zich meer richt op het aandeelhoudersbelang), (iii) dat een dominanter wordend aandeelhoudersbelang ten koste kan gaan van de efficiëntie in het besluitvormingsproces en (iv) dat deze tendens het creëren van aandeelhouderswaarde op de korte, en niet zozeer op de lange termijn in de hand werkt.

16 Wet van 24 mei 2007 tot uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (Stb. 202).

17 M.C. Jensen, 'Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function', Working Paper No. 01-01, Harvard Business School, October 2001, p. 9; E. Sternberg, a.w., p. 5.

18 Er bestaat namelijk een verband tussen het aantal doelstellingen dat een Nederlandse beursvennootschap zich stelt en het creëren van waarde voor aandeelhouders. Onderzoek is verricht naar de tachtig grootste Nederlandse beursvennootschappen in de periode 1993-1997, waaruit is gebleken dat die beursvennootschappen die enkele doelstellingen, en in het bijzonder één doelstelling nastreefden, meer waarde creëerden voor aandeelhouders dan beursvennootschappen die meer/veel doelstellingen nastreefden. Uiteraard heeft de tendens van het dominanter wordende aandeelhoudersbelang in Nederland niet tot gevolg dat het bestuur en de raad van commissarissen slechts het belang van de aandeelhouders dienen te behartigen en het behartigen van dat belang als enige doelstelling kunnen stellen. Echter, uit het vorenstaande kan de conclusie worden getrokken dat een dominanter aandeelhoudersbelang in Nederland ertoe kan leiden dat het competitieve nadeel ten opzichte van buitenlandse vennootschappen afneemt. Zie hiervoor: K. Cools & C.M. van Praag, 'The value relevance of disclosing a single corporate target', Tinbergen Institute Discussion Paper 03-049/3, May 2003 (raadpleegbaar via <<http://papers.ssrn.com/abstract=417360>>, p. 17).

2.4 Een mening omtrent de verschuiving van zeggenschap

Voor ons als liberaal denkers vormt de tendens, die inhoudt dat het aandeelhoudersbelang dominanter wordt ten opzichte van andere in het vennootschappelijk belang verdisconteerde belangen, een aangename ontwikkeling. Onzes inziens dienen de aandeelhouders, die immers economisch eigenaar zijn van het vermogen van de vennootschap, over het vermogen van de vennootschap te kunnen beslissen. Uitbreiding van de bevoegdheden van de aandeelhouders heeft tot gevolg dat aandeelhouders daartoe beter in staat zijn. Waarom zou een potentieel aandeelhouder immers kapitaal investeren in een vennootschap indien het belang van de aandeelhouder, rendement op geïnvesteerd vermogen, daarmee niet in de eerste plaats wordt behartigd? Het vorenstaande heeft het volgende effect op de door het bestuur en de raad van commissarissen te vervullen taak: alhoewel het vennootschappelijk belang richtlijn dient te blijven bij de taakvervulling door het bestuur en de raad van commissarissen, dient behartiging van het aandeelhoudersbelang als voornaamste belang te worden erkend.

Het erkennen van een dominant aandeelhoudersbelang in het door bestuur en raad van commissarissen te behartigen vennootschappelijk belang, is onzes inziens tevens een positieve ontwikkeling, omdat het de bestuurders en commissarissen een heldere richtlijn verschaft voor de vervulling van hun taak. Indien bij de uitoefening van hun taak in het vennootschappelijk belang het aandeelhoudersbelang als voornaamste belang wordt erkend, wordt de mogelijkheid tot eigenrichting door het bestuur en commissarissen (meer) vermeden.¹⁹ Onder eigenrichting wordt in dit kader verstaan het behartigen van eigen belang van bestuurders en commissarissen. Onzes inziens is het voorkomen van de mogelijkheid tot eigenrichting een belangrijke voorwaarde voor het bestaan van een gezonde *'principal-agent'*-verhouding.

Tot slot kan het erkennen van een dominant aandeelhoudersbelang zoals gezegd ertoe leiden dat (eventuele) competitieve nadelen ten opzichte van buitenlandse vennootschappen die aandeelhouders als superieure belanghebbende beschouwen, worden weggenomen of worden verminderd. Verbetering van de internationale concurrentiepositie van het Nederlandse vennootschapsland dient onzes inziens een belangrijke peiler te zijn bij nieuwe ontwikkelingen in het ondernemingsrecht. Het transparanter maken van de besluitvorming, waaraan een dominanter aandeelhoudersbelang ons

19 L.A. Stout, 'Bad an not-so-bad argument for shareholder primacy', *Southern California Law Review* 2002, Vol. 75, p. 1200.

inziens bijdraagt, en het verbeteren van de *corporate governance* structuur zijn ontwikkelingen die bijdragen aan de verbetering van de concurrentiepositie en onzes inziens dan ook moeten worden toegejuicht.

3 De aandeelhouder van tegenwoordig nader belicht

3.1 Inleiding

Aandeelhouders streven verschillende belangen na. Deze belangen zijn onder te verdelen in verschillende categorieën. Wij volstaan hier met het weergeven van de categorisering zoals Raaijmakers deze aangebracht heeft.²⁰ Elke aandeelhouder heeft zijn eigen kenmerken: een bepaalde beleggingshorizon, een eigen mate van aandeelhoudersactivisme, een bepaalde mate van maatschappelijke betrokkenheid en een eigen set van niet-financiële doelstellingen.

3.2 Beleggers gericht op korte termijn, volatiliteit en inefficiënties

Deze aandeelhouders proberen via uiteenlopende beleggingsstrategieën snel winst te maken en zijn voornamelijk geïnteresseerd in korte-termijnresultaten. Zij worden speculanten genoemd, omdat zij speculeren op geruchten in de markt of op koersbewegingen van ondernemingen in mogelijkheden. Zij hopen snel winst te maken door koersschommelingen en marktinefficiënties. Dit type investeerder heeft weinig affiniteit met de vennootschap. Participeren in de AVA is voor hen dan ook niet interessant omdat daar doorgaans niet die informatie verstrekt wordt waar zij op zoek naar zijn. Onder andere *daytraders* en *hedge funds* vallen in deze categorie. *Daytraders* verrichten vaak transacties op basis van technische analyses en proberen zo snel mogelijk winst te behalen door te anticiperen op koersschommelingen. *Hedge funds* en hun werkwijze zijn de laatste jaren veelvuldig besproken. *Hedge funds* worden geheld om hun werkwijze, gebrekkige transparantie en kortetermijnvisie.²¹ Er bestaan vele *hedge funds*, waaronder veel relatief kleine *funds*, met een grote verscheidenheid aan actieve beleggingsstrategieën. Het merendeel hiervan haalt nooit het

20 G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beleggers, aandeelhouders en de AVA', *Ondernemingsrecht* 2005-4, p. 106-112.

21 Zie o.m. R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 260, G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, 'Achter de schermen van beursaandeelhouders, Preadvies van de vereniging "Handelsrecht" 2007', Deventer: Kluwer 2007, p. 27 en E.P.M. Vermeulen, 'De rol van hedge funds: symbiose of parasiet', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* 2006, p. 45.

nieuws en houdt zich bezig met het *hedgen* van investeringen.²² Slechts een klein deel van de *hedge funds* probeert daarnaast ook het beleid van de vennootschap te beïnvloeden. Het exacte vermogen dat wereldwijd bij *hedge funds* berust is onbekend, maar duidelijk is wel dat dit ruimschoots de biljoen euro overstijgt en voorsnog blijft groeien.²³ Dit komt mede door het feit dat institutionele beleggers steeds meer gelden aan *hedge funds* hebben toevertrouwd.

3.3 Grote middellange- en langetermijnbeleggers

Een tweede categorie vormen beleggers die grote deelnemingen verwerven voor de middellange of lange termijn. Deze categorie kan onderverdeeld worden in twee subcategorieën: aandeelhouders die voor eigen rekening en risico beleggen en aandeelhouders die beleggen voor rekening en risico van derden. Beide subcategorieën kennen een grote variëteit aan beleggingsdoelen.

Aandeelhouders die voor eigen rekening en risico beleggen, zijn bijvoorbeeld vermogende particulieren en organisaties die overtollige middelen beleggen. Zij die beleggen voor rekening en risico van derden zijn echter belangrijker. Het betreft voornamelijk institutionele beleggers en dan met name pensioenfondsen, beleggingsmaatschappijen, verzekeringsmaatschappijen en banken, die laatste twee alleen voor zover zij beleggen voor rekening van cliënten.

Institutionele beleggers zijn doorgaans professionele beleggers. Het vermogen van institutionele beleggers is de laatste jaren enorm toegenomen. Daarnaast is hun strategie veranderd. Pensioenfondsen zijn iets minder risicomijdend geworden en zijn met het oog op internationale risicospreiding meer in het buitenland gaan beleggen.²⁴

De strategie van institutionele beleggers is gebaseerd op de fiduciaire plicht jegens de begunstigden om altijd te handelen in het financieel belang van de begunstigden. Vaak hebben zij een middellange- of langetermijnvisie.

22 Als positieve effecten van *hedge funds* worden naar voren worden gebracht dat zij bijdragen aan de efficiëntie van de financiële markten en dat de activiteiten van deze aandeelhouders een disciplinerend effect hebben op (het bestuur en de commissarissen van) een beursvennootschap. Zie: Maatman & Raaijmakers, a.w., p. 258-259 en Raaijmakers & Abma, a.w., p. 27 en Vermeulen a.w., p. 45.

23 Het vermogen van *hedge funds* is in 2006 met 30% gestegen naar € 1500 miljard. Zie: HedgeFund Intelligence, The HedgeFund Intelligence Global Review 2007, te raadplegen via <www.hedgefundintelligence.com> en Rapport Autoriteit Financiële Markten, 'Hedge funds: an exploratory study of conduct-related issues', Augustus 2005, p. 26.

24 Zo belegden pensioenfondsen anno 2003 49% van hun vermogen in aandelen tegen 23% in 1995 en steeg het aandeel van buitenlandse ondernemingen in de aandelenbeleggingen van circa 60% in de periode 1995-1998 naar 80% in 2003. CBS, 'De Nederlandse economie 2003', p. 134-136. Zie ook p. 238.

Pensioenfondsen hoeven pas na jaren de bij hen verzekerde pensioenen uit te betalen. Dat betekent niet dat zij niet streven naar het behalen van optimale rendementen. Het rendement bepaalt de betaalbaarheid van pensioenen en bepaalt tevens of de premies moeten worden verhoogd. Het rendement bepaalt daarmee de aantrekkelijkheid van een pensioenfonds ten opzichte van concurrenten.

3.4 Strategische en financiële beleggers

Ook de strategische en financiële beleggers kennen een grote variëteit aan beleggingsdoelen. Hun betrokkenheid bij de vennootschap heeft niet het karakter van een zuivere belegging, maar een strategisch karakter en/of financieringskarakter. Hierbij kan men denken aan families en/of bestuurders die zelf grote deelnemingen in een onderneming bezitten of hun invloed verankeren door allerlei beschermingsconstructies. Ook zijn er ondernemingen die een belang opbouwen om druk uit te oefenen, als eerste stap richting een openbaar overnamebod of juist als bescherming tegen een overnamebod (*white knight*). Daarnaast valt te denken aan zogenoemde *asset strippers* die een belang opbouwen om vervolgens via herstructurering of het 'opknippen' van de onderneming meerwaarde te creëren. De belegger kan de onderneming van de beurs halen (*public to private*)²⁵ of (laten) herstructureren met een doorlopende beursnotering (*private investment in public equity*). Ook banken houden aandelen om strategische redenen, meer algemeen nemen ondernemingen belangen in andere ondernemingen.²⁶ De belangen van al deze verschillende aandeelhouders kunnen gelijk zijn, maar ook conflicterend. Een grootaandeelhouder kan zijn positie gebruiken om meer strategische informatie los te krijgen van de vennootschap en een financiële belegger kan mogelijk conflicterende belangen hebben als hij bijvoorbeeld tevens een lening heeft verstrekt aan de vennootschap.

25 Ook met betrekking tot de activiteiten van *private equity*-fondsen gaat kritiek uit naar de korte-termijgerichtheid op het behalen van een hoog rendement. Als positief effect van *private equity*-fondsen kan gewezen worden op de complementaire rol die deze fondsen vervullen in de financiering van vennootschappen naast bankkrediet en de openbare kapitaalmarkt. Daarnaast heeft onderzoek uitgewezen dat de gemiddelde omzet in de drie jaar na de PE/MBO-transacties stijgt met 13,4 % en de winst met 9,5 %. Een PE/MBO-transactie brengt een strategische focus met zich mee die veelal gepaard gaat met groeiende investeringen in R&D en acquisities wat de werkgelegenheid in het merendeel van de gevallen ten goede komt. Zie: Ernst & Young, 'Study of the economic and social effects of buyouts in the Netherlands', November 2004. See: <www.ey.nl/downloads>.

26 In 1999 bedroeg het belang van ondernemingen in andere ondernemingen gemiddeld 10%. C. van der Elst, 'The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?', in: *Capital Markets and Company Law*, Oxford 2003, p. 23.

3.5 Kleine particuliere beleggers en belangengroepen

De particuliere belegger belegt zelf direct in aandelen. Zij beleggen vaak voor de lange termijn en tonen betrokkenheid bij de onderneming. Zij zijn dan ook in groten getale aanwezig op de aandeelhoudersvergadering. Dit geldt in het bijzonder voor de werknemer-aandeelhouder. De werknemer-aandeelhouder kan met zijn positie als werknemer een ander belang hebben dan de overige particuliere beleggers.²⁷

Belangengroeperingen, zoals de Vereniging voor EffectenBezitters ('VEB') en de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling ('VBDO') treden primair op als vertegenwoordiger van particuliere beleggers. Overige belangengroeperingen als ngo's schaffen aandelen aan om in de aandeelhoudersvergadering aandacht voor hun zaak te vragen. Een ontwikkeling van de laatste jaren is dat ondernemingsraden vaker bij de AVA aanwezig zijn en daar met name over beloningsbeleid het woord voeren.

3.6 Publieke aandeelhouders

In de categorie 'Publieke aandeelhouders' vinden we op de Nederlandse beurs voornamelijk de rijksoverheid. De overheid houdt in enkele ondernemingen een aanzienlijk belang; op het totaal echter bezit zij een magere 2%.²⁸ In 2002 zijn in Nederland de beleidsmatige verantwoordelijkheid en het aandeelhouderschap van elkaar gescheiden. De beleidsmatige verantwoordelijkheid blijft liggen bij de vakministeries en de aandeelhoudersrechten worden beheerd door het ministerie van Financiën.²⁹ Ondanks deze scheiding zal de staat zich bij het handelen als aandeelhouder laten leiden door het dienen van het publieke belang.³⁰

27 Vergelijk: P.A.M. Witteveen, 'Medezeggenschap voor werknemers via aandelen', in: *De werknemer in het ondernemingsrecht*, Van der Heijden-serie, nr. 76, Deventer, 2004, p. 24 e.v.

28 De Staat der Nederlanden is op het moment van schrijven aandeelhouder in 33 kapitaalvennootschappen. Zie voor een overzicht <www.minfin.nl> onderwerpen> staatsdeelnemingen.

29 Zie uitgebreid over publieke aandeelhouders: R.E. van der Linde, 'De staat als aandeelhouder: een plaatsbepaling', O&F, nr. 77/ 78, p. 30- 42.

30 In het internationale en nationale debat bestaan er zorgen over het (mogelijk) gedrag van de in omvang sterk groeiende Sovereign Wealth Funds (SWF's), ofwel staatsfondsen. Deze vragen zijn begrijpelijk, gegeven het feit dat SWF's zich onderscheiden van andere financiële partijen. Het meest kenmerkende is dat SWF's investeringsvehikels zijn van overheden, waarvan sommige er andere opvattingen op na (kunnen) houden, in het bijzonder ten aanzien van de rol van de overheid in de economie. De vrees is dat deze SWF's zich als aandeelhouders anders opstellen dan wat we normaliter van aandeelhouders verwachten. Sommige SWF's zouden in hun beleggingsbeleid en aandeelhouderschap politieke motieven kunnen nastreven. Deze politieke motieven zouden kunnen resulteren in acties die conflicteren met de belangen van het land waarin wordt geïnvesteerd. Dergelijke zor-

Zoals eerder uiteen is gezet, is de positie van aandeelhouders in Nederlandse beursvennootschappen versterkt ten opzichte van andere in het vennootschappelijk belang verdisconteerde belangen. De bevoegdheden die aan aandeelhouders toekomen op grond van recente wetswijzigingen en de versterkte positionering van aandeelhouders op grond van de Code Tabaksblat hebben in de praktijk geleid tot een actievere opstelling van aandeelhouders in en buiten vergadering.³¹ Aandeelhouders geven gehoor aan de oproep in de Code om een ‘mentaliteitsverandering’ te ondergaan teneinde het stelsel van ‘*checks and balances*’ binnen beursvennootschappen te versterken en zij maken intensiever en actiever gebruik van de aan hen ter beschikking staande aandeelhoudersrechten om corrigerend op te treden; een tendens die aandeelhoudersactivisme wordt genoemd.³² Vooral professionele beleggingsfondsen, waaronder in het bijzonder *hedge funds* en *private equity*-fondsen, dragen bij aan het aandeelhoudersactivisme.

4 Een dominant aandeelhoudersbelang en de inzetbaarheid van beschermingsconstructies

4.1 Inleiding

Nu we het dominant aandeelhoudersbelang en ‘de aandeelhouder’ hebben bestudeerd, kunnen we de wisselwerking tussen het dominant wordende aandeelhoudersbelang en beschermingsconstructies in kaart brengen. De scheiding tussen de bestuursfunctie en de aandeelhoudersfunctie leidt tot een spanningsveld dat in het bijzonder tot uitdrukking komt ten tijde van een vijandig overnamebod. Daaronder is in dit kader te verstaan een overname van een beursvennootschap tegen de wil in van het bestuur van de over te nemen vennootschap (doelvennootschap). Beschermingsconstructies vormden in de afgelopen decennia het middel voor het bestuur van een doelvennootschap om vijandige partijen buiten de deur te houden. Het inzetten van dergelijke beschermingsconstructies werd door het bestuur gerechtvaardigd door een beroep te doen op haar plicht om het vennootschappelijk belang te bewaken.³³ Een verschuiving van zeggen-

gen worden vergroot door de grote en snel groeiende omvang van SWF's en hun beperkte transparantie over aansturing, intenties en investeringsactiviteiten. Zie in dit kader ook de gezamenlijke notitie van de ministeries van Financiën en Economische Zaken, ‘Sovereign Wealth Funds’, februari 2008.

³¹ M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje, ‘Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007’, Deventer: Kluwer 2007, p. 237.

³² Commissie Corporate Governance a.w., p. 39.

³³ Tevens werden beschermingsconstructies door het bestuur gerechtvaardigd doordat beschermingsconstructies het bestuur de mogelijkheid bood om besluiten van toevallige minderheden van aandeelhouders tijdens de AVA te dwarsbomen. Opmerking verdient in dit kader

schap is, zoals gezegd, sinds enkele jaren echter waarneembaar en houdt in dat de positie van het bestuur bij onvriendelijke overnamepogingen (en dus ook die van verschillende 'stakeholders') aan belang aan het inboeten is, ten gunste van de aandeelhouders.³⁴ De vraag rijst wat het effect van deze tendens is op de inzetbaarheid van beschermingsconstructies.

4.2 Beschermingsconstructies

Beschermingsconstructies kunnen omschreven worden als constructies ter bemoeilijking van verkrijging van zeggenschap in een beursvennootschap teneinde een vijandige overname te voorkomen.³⁵ Daartoe behoren in het Nederlandse vennootschapsland de plaatsing van preferente aandelen bij een bevriende relatie, certificering van aandelen, prioriteitsaandelen, Pandoraconstructies, holdingconstructies, beperking van het aantal uit te brengen stemmen en de structuurregeling. Beschermingsconstructies dienen krachtens de RNA-beschikking van de Hoge Raad in het algemeen (i) noodzakelijk te zijn om een status quo te handhaven, (ii) in tijd beperkt te zijn en (iii) een adequate en proportionele reactie te zijn op het dreigende gevaar van een vijandige overname.³⁶

4.3 Het effect van beschermingsconstructies op de aandeelhouderswaarde

Beschermingsconstructies hebben effect op de aandeelhouderswaarde. De inhoud van dit effect speelt een doorslaggevende rol in beantwoording van de hoofdvraag naar de invloed van een dominantier wordend aandeelhoudersbelang op de inzetbaarheid van beschermingsconstructies. Indien beschermingsconstructies immers een negatief effect hebben op de aandeelhouderswaarde, zal een dominantier wordend aandeelhoudersbelang tevens een negatief effect hebben op de inzetbaarheid van beschermingsconstructies. Indien beschermingsconstructies daarentegen een positief effect hebben op de aandeelhouderswaarde, zal een dominantier wordend aandeelhoudersbelang een positief effect hebben op de inzetbaarheid van

dat het gemiddelde percentage van ter vergadering uitgebrachte stemmen in AEX-vennootschappen in 2006 36,4% bedroeg (waarbij administratiekantoren van gecertificeerde vennootschappen niet zijn meegerekend), zie R. Abma, 'Het aandeelhoudersvergaderingen-seizoen 2006: feiten en trends', Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur 2006, p. 172.

34 M.P. Nieuwe Weme & G. van Solinge, 'Beschermingsmaatregelen tegen vijandige biedingen: beperkingen en nieuwe mogelijkheden', Ondernemingsrecht 2006, p. 211.

35 De omschrijving is gebaseerd op de definitie zoals omschreven in N.E. Algra & H.R.W. Gokkel, 'Fockema Andreae's verwijzend en verklarend juridisch woordenboek', Groningen: Martinus Nijhoff 2001, 12^e dr., p. 63.

36 HR 18 april 2003, NJ 2003, 286, r.o. 3:7 (RNA).

beschermingsconstructies. Aangaande het effect van beschermingsconstructies op de aandeelhouderswaarde, strijden twee verschillende hypothesen om de voorrang: de *'stockholder interest'*-hypothese en de *'management entrenchment'*-hypothese.

Volgens de *stockholder interest*-hypothese hebben beschermingsconstructies een positief effect op de aandeelhouderswaarde en vormen beschermingsconstructies een instrument voor het bestuur van een beursvennootschap om de belangen van aandeelhouders beter te behartigen.³⁷ Allereerst wordt in de literatuur beargumenteerd dat beschermingsconstructies het middel vormen om een hogere overnamepremie te bewerkstelligen. Beschermingsconstructies bieden het bestuur van de beursvennootschap namelijk een instrument om een (vijandige) overname te vertragen, waardoor potentiële andere bieders de mogelijkheid krijgen een bod uit te brengen dat hoger ligt dan het eerste bod. Tevens kan een hogere overnamepremie worden bewerkstelligd, doordat bieders na het inzetten van beschermingsconstructies gedwongen worden met het bestuur van de doelvennootschap te onderhandelen over de voorwaarden van de overname. Tijdens deze onderhandelingen kan het bestuur, dat handelt namens de aandeelhouders gezamenlijk, een hoger bod bedingen dan het oorspronkelijke bod. Daarbij geldt tevens dat in deze situatie het collectief aanbieden van de aandelen een hoger bod teweeg kan brengen dan in de situatie waarbij aandeelhouders individueel hun aandelen aanbieden.³⁸ Voorstanders van de *stockholder interest*-hypothese brengen voorts als argument naar voren dat indien een beursvennootschap bescherming geniet door beschermingsconstructies, het bestuur beter in staat is aandeelhouderswaarde op de lange termijn te creëren. Allereerst ligt aan deze gedachte ten grondslag dat het bestuur van een beursvennootschap geen tijd en kapitaal hoeft te investeren in het afwenden van een vijandig overnamebod. De vennootschap geniet immers (bij voorbaat) al bescherming. Tevens zijn voorstanders van mening dat het bestuur dat geen bescherming geniet tegen de overnamemarkt, minder

37 R. Bosveld & A.M. Goedbloed, 'Effecten van beschermingsconstructies op aandeelkoersen', *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie*, 1996, p. 262.

38 Zie voor de literatuur waaruit dit argument is afgeleid: C. Sundaramurthy, 'Antitakeover provisions and shareholder value implications', *Journal of Management*, 2000, p. 1007, S. Grossman & O. Hart, 'Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation', *Bell Journal of Economics*, 1980, p. 54, H. DeAngelo & E.M. Rice, 'Antitakeover charter amendments and stockholder wealth', *Journal of Financial Economics*, 1983, p. 335, E.G. Harris, 'Antitakeover measures, golden parachutes, and target firm shareholder welfare', *The Rand Journal of Economics*, 1990, p. 615, J.M. Mahoney & J.T. Mahoney, 'An empirical investigation of the effect of corporate charter antitakeover amendments on stockholder wealth', *Strategic Management Journal*, 1993, p. 20, S. Thosar, 'Tender offers and target management responses: managerial entrenchment versus stockholder interest revisited', *The Financial Review*, 1996, p. 87.

geneigd zal zijn te investeren in de lange termijn, aangezien het bestuur door de dreiging van een vijandige overname het resultaat daarvan niet kan afwachten. Het bestuur dient op korte termijn te presteren teneinde een vijandige overname te voorkomen. Kortom, beschermingsconstructies zetten het bestuur volgens dit argument aan tot het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.³⁹

Empirisch onderzoek dat de *stockholder interest*-hypothese onderschrijft, wordt geleverd door onderzoek van Rijken.⁴⁰ Het onderzoek biedt bewijs voor een hogere overnamepremie na het inzetten van beschermingsconstructies. Het onderzoek heeft betrekking op alle Nederlandse beursvennootschappen die in de periode 1983-2002 een notering hadden aan de AEX. De overnamepremie die beursvennootschappen zonder bescherming ontvingen, bedroeg in de periode 1983-1990 gemiddeld 27,8% en in de periode 1991-2002 gemiddeld 24%. Het inzetten van beschermingsconstructies bood deze beursvennootschappen een betere onderhandelingspositie, aangezien verschillende beschermingsconstructies een extra overnamepremie teweegbrachten. Preferente aandelen zorgden voor een *extra* overnamepremie van 10,2% in de periode 1983-1990 en 22,3% in de periode 1991-2002. Prioriteitsaandelen zorgden voor een *extra* overnamepremie van 8,4% respectievelijk 26,2% in de onderscheiden perioden en de aanwezigheid van een meerderheidsaandeelhouder voor een *extra* overnamepremie van 27,7% respectievelijk 6,2%. Certificering bleek echter een negatief effect te hebben op de overnamepremie, aangezien de '*extra*' overnamepremie krachtens het onderzoek -2,6% respectievelijk -10,2% bedroeg. De gemiddelde overnamepremie voor beursvennootschappen met bescherming bedroeg in de periode 1983-1990 39,8% en in de periode 1991-2002 47,7%, dus ruimschoots hoger dan de gemiddelde overnamepremie voor beursvennootschappen zonder bescherming (zie hiervoor). Dit onderdeel van het onderzoek biedt dus ondersteuning voor de *stockholder interest*-hypothese.⁴¹

39 Zie voor de literatuur waaruit dit argument is afgeleid: C. Sundaramurthy, 'Antitakeover provisions and shareholder value implications', *Journal of Management*, 2000, p. 1007, W.N. Pugh, D.E. Page & J.S. Jahera, 'Antitakeover charter amendments: effects on corporate decisions', *Journal of Financial Research*, 1992, p. 57-67, J.C. Stein, 'Takeover threats and managerial myopia', *Journal of Political Economy*, p. 61-80.

40 H.A. Rijken, 'Het waarden en renderen van ondernemingen met beschermingsconstructies', presentatie voor een groep beleggingsdeskundigen van de beroepsvereniging VBA, 21 november 2006, Amsterdam.

41 Andere onderzoeken die aanwijzingen bevatten ter ondersteuning van de *stockholder interest*-hypothese zijn B. Lauterbach, I.B. Malitz & J. Vu, 'Takeover threats, antitakeover amendments and stock price reaction', *Managerial and Decision Economics*, 1991, p. 499-510, E. Berkovitch & N. Khanna, 'How target shareholders benefit from value-reducing defensive strategies in takeovers', *The Journal of Finance*, 1990, p. 137-156 en E. Har-

Volgens de *management entrenchment*-hypothese hebben beschermingsconstructies een negatief effect op de aandeelhouderswaarde. Het bestuur zet beschermingsconstructies in om een overname te voorkomen en om zodoende haar eigen positie veilig te stellen ten koste van de belangen van aandeelhouders. Doorgaans heeft een overname immers tot gevolg dat het bestuur van de doelvennootschap wordt ontslagen, hetgeen deze bestuurders willen voorkomen. Verlies van haar positie betekent immers verlies van macht, prestige en de waarde van ondernemings specifieke kennis.⁴² Volgens voorstanders van de *management entrenchment*-hypothese heeft het inzetten van beschermingsconstructies tevens tot gevolg dat de kans op het ontvangen van een waardevol overnamebod door potentiële bidders kleiner wordt.⁴³ Ondanks dat beschermingsconstructies veelal geen complete bescherming bieden tegen een vijandige overname, leidt het bestaan van beschermingsconstructies in de doelvennootschap doorgaans tot een verhoging van de kosten waarmee het uitbrengen van een bod gepaard gaat. Het vorenstaande vermindert de stimulans voor potentiële bidders om een bod uit te brengen op beursvennootschappen die door beschermingsconstructies gekenmerkt worden. Kortom, beschermingsconstructies worden door voorstanders van de *management entrenchment*-hypothese gezien als instrumenten die de effectiviteit van de *market for corporate control* verminderen en een negatief effect hebben op de aandeelhouderswaarde.⁴⁴

Het overgrote deel van de empirische onderzoeken geeft ondersteuning voor de *management entrenchment*-hypothese.⁴⁵ Uit deze onderzoeken blijkt dat

ris, 'Antitakeover measures, golden parachutes, and target firm shareholder welfare', *The Rand Journal of Economics*, 1990, p. 614-625.

42 R. Bosveld & A.M. Goedbloed, 'Effecten van beschermingsconstructies op aandeelkoersen', *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie*, 1996, p. 262.

43 Zie hiervoor B.W. Ambrose & W.L. Megginson, 'The role of asset structure, ownership structure, and takeover defenses in determining acquisition likelihood', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1992, p. 575-589, K.A. Brokhovich, K.R. Brunarski & R. Parrino, 'CEO contracting and antitakeover amendments', *The Journal of Finance*, 1997, p. 1495-1517 en J. Pound, 'The effect of antitakeover amendments on takeover activity: some direct evidence', *Journal of Law and Economics*, p. 353-368.

44 C. Sundaramurthy, 'Antitakeover provisions and shareholder value implications: a review and contingency framework', *Journal of Management*, 2000, p. 1008.

45 In een onderzoek van C. Sundaramurthy is een overzicht opgenomen van de tot dan toe verrichte empirische onderzoeken. Hieruit blijkt dat van deze veertien onderzoeken acht onderzoeken de *management entrenchment*-hypothese onderschrijven, terwijl er maar twee onderzoeken de *shareholder interest*-hypothese bevestigen. In de overige onderzoeken (vier) wordt geen enkel effect op de aandeelhouderswaarde geconstateerd. Zie C. Sundaramurthy, 'Antitakeover provisions and shareholder value implications: a review and contingency framework', *Journal of Management*, 2000, p. 1010. Een vergelijkbaar overzicht is opgenomen in R. Bosveld & A.M. Goedbloed, 'Effecten van beschermingsconstructies op aandelenkoersen', *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie*, 1996, p. 263. Vier van de vijf aldaar gebezigde onderzoeken ondervinden een significante koersdaling na het

beschermingsconstructies inderdaad een negatief effect hebben op de aandeelhouderswaarde. Volgens een onderzoek van Akhibe en Madura hebben beschermingsconstructies een evident negatief effect op de aandeelhouderswaarde.⁴⁶ Uit het onderzoek blijkt dat de aandelenkoersen van Amerikaanse beursvennootschappen die beschermingsconstructies kennen twee jaar na de bekendmaking daarvan gemiddeld met 13,55% daalden, en gemiddeld met 23,12% daalden na zeven jaar. Zij schrijven dit toe aan het gemis aan disciplinerende werking van de overnamemarkt voor het bestuur dat beschermd wordt door de mogelijkheid om beschermingsconstructies in te zetten. Ook onderzoek van Mahoney, Sundaramurthy en Mahoney onderschrijft de *management entrenchment*-hypothese.⁴⁷ Dit onderzoek spijst zich toe op het effect van het inzetten van beschermingsconstructies op de aandeelhouderswaarde bij een overnamedreiging. Uit het onderzoek, verricht onder 381 Amerikaanse beursvennootschappen, blijkt dat aandelenkoersen dalen na het inzetten van beschermingsconstructies bij een overnamedreiging. Alhoewel de dreiging van een overname empirisch leidde tot een stijging van de aandelenkoers, bracht het inzetten van beschermingsconstructies een koersdaling teweeg.

Ook Nederlandse onderzoeken naar het effect van beschermingsconstructies op de aandelenkoersen onderschrijven de *management entrenchment*-hypothese. Volgens onderzoek van Bosveld en Goedbloed heeft de aankondiging van een beschermingsconstructie een koersdaling tot gevolg van 1,83% en 1,89% bij beursvennootschappen waarop een overnamebod is uitgebracht respectievelijk waarbij over een overname wordt gespeculeerd.⁴⁸ Ook het eerder genoemde onderzoek van Rijken geeft ondersteuning voor de *management entrenchment*-hypothese.⁴⁹ Zoals gezegd, heeft zijn onderzoek betrekking op alle Nederlandse beursvennootschappen die in de peri-

inzetten van beschermingsconstructies bij overnamedreiging en onderschrijven daarmee de *management entrenchment*-hypothese. Eén van de vijf onderzoeken ondervond geen effect.

- 46 A. Akhibe & J. Madura, 'Impact of anti-takeover amendments on corporate performance', *Applied Financial Economics*, 1996, p. 529.
- 47 J.M. Mahoney, C. Sundaramurthy & J.T. Mahoney, 'The differential impact on stockholder wealth of various antitakeover provisions', *Managerial and Decision Economics*, 1996, p. 531-549.
- 48 R. Bosveld & A.M. Goedbloed, 'Effecten van beschermingsconstructies op aandelenkoersen', *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie*, 1996, p. 268. Overnamespeculatie wordt daarbij aanwezig geacht als (1) er sprake is van speculatieve aandacht over een mogelijke overname in het *Financieele Dagblad* of (2) als een derde een belang in de onderneming heeft genomen.
- 49 H.A. Rijken, 'Het waarderen en renderen van ondernemingen met beschermingsconstructies'; presentatie voor een groep beleggingsdeskundigen van de beroepsvereniging VBA, 21 november 2006, Amsterdam. Zie tevens 'Muur tegen overname is onzin; hoogleraar onderzoekt beschermingsconstructies', het *Financieele Dagblad*, 26 november 2006, p. 1.

ode 1983-2002 een notering hadden aan de AEX. Uit zijn onderzoek blijkt dat aandelen in beursvennootschappen die één beschermingsconstructie kennen, gemiddeld 3,2% minder renderen en aandelen in beursvennootschappen die twee of meer beschermingsconstructies kennen ongeveer 8% minder renderen. Tevens blijken beschermingsconstructies een negatief effect te hebben op de koers/winst-verhouding. Krachtens het onderzoek heeft de aanwezigheid van één beschermingsconstructie een negatief effect op de koers/winst-verhouding van 8,3%, twee beschermingsconstructies een negatief effect van 5,9% en drie of vier juridische beschermingsconstructies een negatief effect van maar liefst 21,9%. In het onderzoek van Rijken wordt het negatieve effect van beschermingsconstructies op de koers/winst-verhouding bestempeld als een 'discount'. Deze *discount*, die in verschillende andere bronnen ook wel de 'Dutch discount' wordt genoemd,⁵⁰ behelst het verschijnsel dat Nederlandse aandelen een lagere koers hebben dan vergelijkbare buitenlandse aandelen met dezelfde koers/winst-verhouding.⁵¹ In het algemeen wordt aangenomen dat deze *discount* wordt veroorzaakt door het gebrek aan zeggenschap in Nederlandse vennootschappen, mede vanwege de aanwezigheid van het brede arsenaal aan beschermingsconstructies.

5 Conclusie

Volgens de *management entrenchment*-hypothese hebben beschermingsconstructies een negatief effect op de aandeelhouderswaarde. Het bestuur zet beschermingsconstructies in om een overname te voorkomen en om zodoende haar eigen positie veilig te stellen ten koste van de belangen van aandeelhouders. Volgens deze hypothese vermindert de stimulans voor potentiële bidders om een bod uit te brengen op beursvennootschappen die door beschermingsconstructies gekenmerkt worden, hetgeen tot gevolg heeft dat de kans op een door de aandeelhouders te ontvangen overnamepremie vermindert. Het overgrote deel van de empirische onderzoeken

50 Zie bijvoorbeeld 'Muur tegen overname is onzin; hoogleraar onderzoekt beschermingsconstructies', het Financieele Dagblad, 26 november 2006, p. 1, 'Zet Peters mes in 'Dutch discount'', het Financieele Dagblad, 20 december 2002, p. 14 en 'Dutch discount', het Financieele Dagblad, 1 december 2006, p. 9.

51 Ook in de Code Tabaksblat worden twee zinnen gewijd aan het bestaan van een *Dutch discount*. Uit het commentaar op enkele specifieke bepalingen van de conceptcode blijkt dat 'het besluit van de commissie om geen codebepalingen of uitgewerkte aanbevelingen voor de wetgever op te nemen over beschermingsconstructies', betreurd wordt. 'Volgens deze commentatoren is de lagere waardering van de gemiddelde Nederlandse beursgenoteerde vennootschap deels terug te voeren op het veelvuldige gebruik van beschermingsconstructies door Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen'. Zie Commissie Corporate Governance: 'De Nederlandse corporate governance code (Code Tabaksblat)', 9 december 2003, p. 58-59.

geeft ondersteuning voor de *management entrenchment*-hypothese. Uit deze onderzoeken blijkt dat beschermingsconstructies inderdaad een negatief effect hebben op de aandeelhouderswaarde.

Volgens de *stockholder interest*-hypothese hebben beschermingsconstructies een positief effect op de aandelenkoers. Beschermingsconstructies bieden het bestuur volgens deze hypothese een instrument om de belangen van aandeelhouders beter te behartigen, aangezien het inzetten van beschermingsconstructies kan leiden tot een hogere overnamepremie. Tevens wordt het bestuur door beschermingsconstructies beter in staat geacht aandeelhouderswaarde op de lange termijn te creëren.

Het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn is voor de aandeelhouder van tegenwoordig echter niet van (primair) belang. Over het algemeen zal de aandeelhouder van tegenwoordig het negatieve effect van beschermingsconstructies op de aandeelhouderswaarde erkennen. Deze aandeelhouders zijn immers veelal goed geïnformeerd over de beursvennootschappen waarin zij investeren. Uit het vorenstaande volgt dat de aandeelhouders van tegenwoordig beschermingsconstructies in de regel niet zullen aanvaarden en besluiten tot het inzetten van beschermingsconstructies zullen dwarsbomen. Dit zal slechts anders zijn, indien de analyse van de aandeelhouders blijkt geeft van een grote kans op het slagen van een aangekondigde overname op korte termijn. Alsdan zal de aandeelhouder immers willen profiteren van de verhoogde overnamepremie die het bestuur door het inzetten van beschermingsconstructies kan bewerkstelligen. Kortom, een dominantier wordend aandeelhoudersbelang is in de regel negatief verbonden met de inzetbaarheid van beschermingsconstructies. Slechts indien de aandeelhouder voorziet dat de kans groot is dat een aangekondigde overname ondanks het inzetten van beschermingsconstructies op korte termijn doorgang vindt (en dus hogere overnamepremies kan bewerkstelligen), zullen aandeelhouders het inzetten van beschermingsconstructies (in de toekomst) toejuichen.